

Przyczyny i konsekwencje kryzysu na rynku papierów wartościowych emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne

The Origin and the Aftermath of Crisis in the Market of Securities Issued by Securitization Funds

Andrzej Stawiński*

W sierpniu 2007 r. wystąpiły gwałtowne zaburzenia na rynkach finansowych krajów wysoko rozwiniętych. Początkowo mówiono głównie o kryzysie na rynku kredytów *subprime*, na którym udzielano kredytów hipotecznych osobom o niskiej zdolności do ich spłaty. Szybko jednak w nagłówkach gazet pojawiła się nazwa CDO (*collateralized debt obligation*). Stało się tak dlatego, że niespłacalność rosnącej części kredytów udzielonych na rynku *subprime* wywołała kryzys zaufania do papierów wartościowych będących skutkiem sekurytyzacji wierzytelności z kredytów, z których część stanowiły kredyty udzielone na rynku *subprime*.

Niniejszy tekst nie pretenduje do całościowej oceny kryzysu na rynku CDO. Jest na to jeszcze zbyt wcześnie. Są już książki opisujące funkcjonowanie rynku CDO (np. Lucas et al. 2006). Jednak te, które przedstawiają całościową ocenę załamania z lata 2007 r., dopiero zostaną napisane.

Celem opracowania jest tylko wskazanie głównych przyczyn i konsekwencji kryzysu na rynku *subprime* i na rynku CDO. Punkt 1. mówi o powodach szybkiego wzrostu emisji CDO. Punkt 2. analizuje przyczyny gwałtowności załamania się cen CDO. Punkt 3. stara się wskazać kierunki zmian, jakie prawdopodobnie nastąpią w nadzorze finansowym.

1. Przyczyny szybkiego rozwoju rynku CDO

Przyczyną szybkiego wzrostu podaży CDO była towarzysząca ich emisji możliwość zwiększenia dochodów banków z marż. Przyczyną szybkiego wzrostu popytu

na CDO było natomiast to, że oferowały inwestorom instytucjonalnym jednocześnie wysoki rating i wysokie stopy zwrotu.

Emitentami CDO były tworzone przez banki fundusze sekurytyzacyjne (SPV; od *special purpose vehicles*)¹. Emisja CDO była wynikiem sekurytyzacji wierzytelności z kredytów, które SPV skupowały na rynku wtórnym. Źródłem finansowania skupu wierzytelności z kredytów były przychody funduszy sekurytyzacyjnych z emitowanych przez nie bonów komercyjnych ABCP (od *asset-backed commercial paper*).

Emisja CDO szybko osiągnęła wielkość 2 bilionów dolarów (Feroi 2007, s. 9). Dlaczego banki zaangażowały się w emisję CDO na tak dużą skalę? Przyczyną jest przede wszystkim to, że dawało im to możliwość poprawy osiąganych stóp zwrotu poprzez zwiększanie dochodów z marż.

Stopa zwrotu odzwierciedla relację dochodów do wielkości kapitałów posiadanych przez daną instytucję. W przypadku banków wielkość posiadanych przez nie kapitałów limituje wielkość ryzyka, które wolno im podjąć. Na rynkach finansowych dochód jest zazwyczaj premią za podejmowane ryzyko. Dlatego często jest tak, że można zwiększyć wielkość osiąganych dochodów tylko kosztem podjęcia większego ryzyka, co wymaga zwiększenia wielkości posiadanego kapitału.

* Członek Rady Polityki Pieniężnej; Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, Katedra Skarbowości.

¹ Tworzone przez banki fundusze sekurytyzacyjne przybierają różne formy prawne, w zależności od tego, na ile ich zobowiązania wpływają na zobowiązania banków. Dlatego występują także pod innymi nazwami, np. SIV (*special investment vehicles*). Dla jasności wyводу poniżej będziemy jednak używać tylko nazwy SPV.

Wpływy z pobieranych przez banki marż są bardzo pożądaną formą dochodów, ponieważ ich osiągnięcie nie jest bezpośrednio obciążone ryzykiem. Umożliwiają zatem zwiększanie dochodów banków bez konieczności zwiększania kapitału, co pozwala na poprawę osiąganych przez banki stóp zwrotu i spełnianie wysokich w tym względzie oczekiwań akcjonariuszy. Fundusze sekurytyzacyjne stwarzają bankom możliwość zwiększenia dochodów z marż, ponieważ SPV korzystają z wielu usług finansowych oferowanych im przez banki (*prime brokerage*)².

Atrakcyjność funduszy sekurytyzacyjnych z punktu widzenia banków wynikała także stąd, że SPV nie podlegają nadzorowi bankowemu. Nie są stosowane wobec nich tak rygorystyczne wymogi kapitałowe, jak wobec banków. Dlatego banki wyposażały tworzone przez nie SPV w kapitały stanowiące z reguły tylko 2% wartości aktywów. Oznaczało to możliwość wykorzystania znacznie większej dźwigni niż ta, którą mogą stosować banki. Bankowcy lubią mówić, że chodziło tu o efektywne wykorzystanie kapitału. W przypadku dźwigni niewątpliwie tak było, ale *ex post* okazało się, że z punktu widzenia wielkości podejmowanego ryzyka trudno było mówić o efektywnym wykorzystaniu kapitału.

Największą zaletą funduszy sekurytyzacyjnych, z punktu widzenia tworzących je banków, było to, że papiery wartościowe, będące wynikiem sekurytyzacji wierzytelności skupowanych przez SPV, uzyskiwały wysoki rating (wysokie oceny wiarygodności kredytowej, informujące inwestorów instytucjonalnych o małym ryzyku poniesienia straty). Agencje ratingowe dawały CDO wysokie oceny wiarygodności z kilku powodów.

W dużej mierze wynikało to z konstrukcji CDO. Inwestorzy mogli kupić prawa do dochodów z trzech różnych transz CDO: *senior*, *mezzanine* i *equity*. Transze *senior* były wynikiem sekurytyzacji mało ryzykownych wierzytelności (z kredytów samochodowych, kart kredytowych etc.) i dzięki temu uzyskiwały wysoki rating. Transze *mezzanine* i *equity* były wynikiem sekurytyzacji ryzykownych wierzytelności, skupionych między innymi na rynku *subprime*, i najczęściej nie miały ratingu.

Bardzo ważną przyczyną tego, że agencje ratingowe decydowały się nadawać wysoki rating papierom wartościowym z transz *senior*, był także sposób rozliczania strat z całego portfela CDO. Ewentualne straty ponosili w pierwszej kolejności inwestorzy, którzy kupili prawa do dochodów z transz *equity*, a w drugiej kolejności inwestorzy, którzy kupili prawa do dochodów z transz *mezzanine*. W ten sposób ryzyko, związane z zakupem praw do dochodów z transz *senior*, wydawało się minimalne.

Trzecim czynnikiem, który umożliwiał agencjom ratingowym nadawanie wysokich ocen wiarygodności

CDO z transz *senior*, było to, że SPV zajmowały się wyłącznie sekurytyzacją wierzytelności. Oznaczało to, że ich ryzyko wiązało się tylko z jednym rodzajem działalności, w przeciwieństwie do banków, gdzie źródeł ryzyka jest znacznie więcej. Późniejszy kryzys na rynku CDO świadczył, że jakość ratingu była niedostateczna. Pojawiły się obawy, że mogło to wynikać także z konfliktu interesów wewnątrz agencji ratingowych, skoro na przykład 80% przyrostu zysków agencji Moody's w latach 2005–2006 pochodziło z opłat za rating CDO (King, Cookson 2007, s. 14).

Rating CDO dawał to, o co chodziło bankom najbardziej. CDO mogły być kupowane przez inwestorów instytucjonalnych, którzy najczęściej nie mają prawa kupowania papierów o niskiej wiarygodności. Inwestorów instytucjonalnych przyciągało, rzecz jasna, także to, że CDO oferowały stopy zwrotu wyższe, niż zazwyczaj oferują papiery o wysokim ratingu.

Jednak nie tylko rating i relatywnie wysokie stopy zwrotu przyciągały na rynek CDO inwestorów instytucjonalnych. Czynnikiem, który zwiększał atrakcyjność CDO, była możliwość zdywersyfikowania portfeli inwestycyjnych. Dywersyfikacja oznacza, że w portfelu inwestycyjnym znajdują się instrumenty finansowe o zróżnicowanym ryzyku. CDO zdawały się pod tym względem szczególnie atrakcyjne. Umożliwiały podjęcie przez inwestorów instytucjonalnych ryzyka kredytowego, którego nie mogli wcześniej podejmować, nie mając prawa udzielania kredytów.

Wprawdzie towarzystwa ubezpieczeniowe podejmowały już od jakiegoś czasu ryzyko kredytowe, wystawiając pochodne kredytowe, głównie CDS (*credit default swap*), ale często nie wolno tego robić funduszom emerytalnym. Poza tym dla inwestorów instytucjonalnych CDO miały tę zaletę, że ich zakup nie oznaczał stosowania dźwigni (co ma miejsce w przypadku klasycznych instrumentów pochodnych). Tymczasem instytucjonalnym inwestorom często nie wolno stosować dźwigni.

Na koniec powiedzmy o głównym sprawcy kryzysu na rynku CDO, a mianowicie niebankowych instytucjach finansowych. Udzielały one kredytów osobom niemającym dostatecznej zdolności do ich spłaty, łącznie z osobami, które nazwano żartobliwie NINJA (*no income, no job, no assets*) Osoby te nie miały ani stałego źródła dochodów, ani stałej pracy, ani aktywów mogących stanowić zastaw pod zaciągnięty kredyt. Instytucje niebankowe, udzielające kredytów *subprime*, słusznie wini się, że wykorzystując niedostatek nadzoru nad nimi, udzielały nazbyt ryzykownych kredytów, które następnie sprzedawały bankom na rynku wtórnym, by pozbyć się ryzyka. Instytucje te, z których największą była notowana na giełdzie Countrywide Financial Corporation, chciały wykorzystać boom na rynku kredytów hipotecznych, by zarobić na marżach pobieranych przy ich udzielaniu (Morgenson 2007). Maksymalizowały

² Instytucjami, które umożliwiają bankom zwiększanie dochodów ze świadczenia usług finansowych (*prime brokerage*), są także fundusze arbitrażowe (*hedge funds*). Banki często wspomagają ich powstawanie.

jednak swą akcją kredytową kosztem udzielania kredytów nadmiernie ryzykownych. Wierzytelności te okazały się wirusem, który zainfekował portfele CDO.

2. Przyczyny gwałtownego załamania się rynku CDO

Wiadomość o niespłacalności coraz większej części kredytów *subprime* spowodowała załamanie się zaufania inwestorów do CDO, a w konsekwencji załamanie ich cen. Powstaje pytanie, dlaczego kryzys na rynku CDO był tak gwałtowny. Przyczyną było głównie to, że rynek CDO był ze swej natury nie płynny.

Rynek finansowy staje się płynny, jeśli występuje na nim stale silna spekulacja w formie arbitrażu, który sprowadza cenę do jej wartości fundamentalnej³. Dość silny arbitraż może jednak występować tylko wtedy, gdy rzecz dotyczy wystandaryzowanych instrumentów finansowych. Tymczasem CDO z natury nie dają się standaryzować, skoro są to instrumenty złożone, reprezentujące bardzo zróżnicowane pakiety wierzytelności. Rynek CDO był tak mało płynny, że ceny były często szacowane za pomocą specjalnie tworzonych w tym celu modeli matematycznych, obliczających prawdopodobieństwo niespłacenia sekurytyzowanych kredytów.

Na mało płynnym rynku cena instrumentu finansowego jest bardzo podatna na zmiany nastroju inwestorów, które mogą prowadzić do dużych zmian relacji popytu i podaży. Wszystko bowiem opiera się na wierze inwestorów, że kupując papiery mające zalety, o których mówią ich emitenci. Gdy znika zaufanie inwestorów, zanika płynność rynku, ponieważ nie ma chętnych, by kupować oferowane na nim papiery wartościowe. Na mało płynnych rynkach spadki cen są gwałtowne, ponieważ przy braku arbitrażu na rynku (krótkoterminowych spekulantów) nie ma chętnych, by podejmować ryzyko związane z ich zakupem⁴.

Z CDO również tak było. Dokąd uważano je za bardzo dobre instrumenty inwestycyjne, oferujące inwestorom instytucjonalnym wysokie stopy zwrotu i możliwość uzupełnienia portfeli nowym rodzajem ryzyka (kredytowego), popyt na nie był duży. Na rynku CDO tworzył się wręcz swoisty bąbel spekulacyjny. Obserwowano pęd do kupowania nowych, atrakcyjnych instrumentów finansowych. Jak zawsze stadne zachowania inwestorów wynikały w dużej mierze

z zasad wynagradzania osób zarządzających portfelami aktywów instytucjonalnych inwestorów. Są one wynagradzane w zależności od wyników, jakie osiągają w stosunku do innych zarządzających portfelami aktywów podobnych instytucji finansowych. Jeśli nawet zarządzający obawiali się zbyt dużego ryzyka związanego z inwestowaniem na nie płynnym rynku CDO, to i tak kupowali prawa do dochodów z CDO, ponieważ robili to inni zarządzający. Zarządzających portfelami aktywów nie stać na rezygnację z równie wysokich stóp zwrotu, jakie osiągają inni zarządzający. Jest to jedną z ważnych przyczyn zachowań stadnych na rynkach finansowych (Sławiński 2006, s. 162, 178).

Obawy zarządzających portfelami aktywów inwestorów instytucjonalnych zmniejszała (słusznie) to, że udział CDO w ich portfelach był relatywnie mały. Na dodatek kupowali prawa do dochodów z papierów tworzących transze *senior*, których emisja była wynikiem sekurytyzacji mało ryzykownych wierzytelności. Prawa do dochodów z papierów tworzących ryzykowne transze *mezzanine* i *equity*, będących wynikiem sekurytyzacji m.in. wierzytelności skupowanych na rynku *subprime*, nabywały głównie fundusze arbitrażowe (*hedge funds*) i banki, które chciały w ten sposób pokazać, że CDO nie są ryzykowne. Dlatego straty na rynku CDO poniosły głównie banki i fundusze arbitrażowe, a nie inwestorzy instytucjonalni.

Ryzyko podejmowane przez banki tworzące SPV wynikało jednak nie tylko z tego, że kupowały część CDO z transz *equity* oraz CDO emitowane przez fundusze sekurytyzacyjne innych banków. W istocie polegało ono głównie na tym, że banki musiały oferować tworzonym przez siebie funduszom sekurytyzacyjnym linie kredytowe, by zapewnić im płynność w razie załamania się popytu na emitowane przez SPV bony komercyjne ABCP.

Konieczność taka powstała, gdy wiadomości o rosnącej nieopłacalności kredytów na rynku *subprime* spowodowały załamanie się zaufania do CDO. Ceny CDO gwałtownie spadły. Fundusze sekurytyzacyjne poniosły straty, ponieważ wartość CDO spadła znacznie poniżej tego, co płaciły za kupowane wcześniej wierzytelności. Straty funduszy sekurytyzacyjnych wywołały spadek popytu na emitowane przez nie bony komercyjne ABCP. Znacznie zmniejszyły się przez to możliwości finansowania aktywów funduszy sekurytyzacyjnych w drodze emisji papierów krótkoterminowych. Jednocześnie zwiększyły się koszty finansowania, ponieważ w sytuacji braku dostatecznego popytu na ABCP znacznie musiało wzrosnąć ich oprocentowanie.

Banki musiały uruchomić linie kredytowe dla funduszy sekurytyzacyjnych, by miały one czym finansować swoje aktywa. Nie mogło to jednak zrekompensować spadku przychodów z emisji ABCP. Dlatego banki musiały przenieść do swych bilansów część CDO, co także zwiększyło ich popyt na płynność.

Gwałtownemu wzrostowi popytu banków na płynność towarzyszył raptowny spadek jej podaży na ryn-

³ Terminu *arbitraż* używa się w literaturze nie tylko w odniesieniu do transakcji umożliwiających osiąganie zysku bez ryzyka, lecz także w odniesieniu do transakcji spekulacyjnych przeprowadzanych w oczekiwaniu, że cena określonego instrumentu finansowego powróci do poziomu odzwierciedlającego jego wartość fundamentalną. Konwencja taka jest stosowana od bardzo dawna. Zob. Friedman (1953).

⁴ Głębokość kryzysu zaufania do CDO ilustruje symbolicznie to, że skupują je na rynku wtórnym fundusze „sepie” (*vulture funds*). Specjalizują się one w zakupie aktywów, które nie tylko straciły dużo na wartości, ale na dodatek istnieją ryzyko, że ich wartość może dalej spaść, a nie wzrosnąć (zob.: Wong 2007; Ruffer 2007).

ku międzybankowym. Było tak dlatego, że banki bały się udzielać sobie wzajemnie pożyczek. Przyczyną był pozabilansowy – w świetle wymogów nadzoru finansowego – charakter działalności tworzonych przez banki funduszy sekurytyzacyjnych. Powodowało to, że banki nie wiedziały o sobie wzajemnie, jakie mogą ponieść straty i jakie mogą mieć kłopoty z płynnością. Wszystko to wywołało dotkliwy niedostatek płynności na rynku międzybankowym, a tym samym także silny wzrost rynkowych stóp procentowych.

Banki centralne musiały w tej sytuacji udzielić bankom komercyjnym pożyczek krótkoterminowych, by złagodzić kryzys płynności na rynku międzybankowym. Rzecz jasna miało to na celu także sprowadzenie rynkowych stóp procentowych do poziomu pożądanego z punktu widzenia polityki pieniężnej (Goodhart 2007, s. 9).

Jak zawsze w takiej sytuacji pojawił się problem pokusy nadużycia, a więc obawa, że zbyt łatwe wydobycie się z kłopotów przez banki komercyjne, dzięki pomocy udzielonej im przez bank centralny, skłoni je do małej przeczności także w przyszłości. Pokusy nadużycia trudno uniknąć, o czym mówi znane powiedzenie „zbyt duży (bank), by mógł upaść”. Sparafrazował je dowcipnie i celnie zarazem Stephen King, dając swojemu artykułowi w „Independent” tytuł: „Chcąc ochronić niewinnych, można być zmuszonym do ratowania winnych” (King 2007).

Ratowanie płynności systemu bankowego wiąże się jednak nie tylko z ryzykiem, że stworzy to w przyszłości pokusę nadużycia przez banki komercyjne i inwestycyjne gotowości banku centralnego do pomagania im w trudnej, ale zawinioniej przez nie sytuacji. Problem polega także na tym, że ratowanie banków odbywa się na ryzyko podatnika. Jeśli bank centralny, tak jak Bank Kanady, kupuje ABCP, by umożliwić bankom komercyjnym zwiększenie ich płynnych rezerw, to ryzykuje, że w razie dużego spadku cen ABCP poniesie straty. Ostatecznie będzie je musiał pokryć podatnik, jeśli dochody z renty emisyjnej okażą się za małe (Carmichael 2007). Oba problemy brał prawdopodobnie pod uwagę Mervyn King, prezes Banku Anglii, który wahał się, czy zwiększać znacznie płynność rynku międzybankowego, do czasu, gdy stało się to konieczne w następstwie groźby bankructwa banku hipotecznego Northern Rock.

Ubočnym skutkiem załamania się cen na rynku CDO była przejściowa fala spadków indeksów akcji. Wynikała ona głównie stąd, że fundusze arbitrażowe (*hedge funds*), które kupowały CDO z bardziej ryzykownych tranz, poniosły duże straty i pokrywały je, sprzedając akcje. Wprawdzie fundusze arbitrażowe mają małe kapitały w stosunku do innych inwestorów instytucjonalnych, ale ich udział w obrotach na największych giełdach papierów wartościowych jest stosunkowo duży (Ferguson et al. 2007, s. 18).

Bezpośrednie konsekwencje kryzysu na rynku CDO dla sytuacji gospodarczej krajów, w których wystąpiły te

zaburzenia, wynikały stąd, że przy silnie zmniejszonych możliwościach emisji ABCP banki musiały – jak powiedzieliśmy – zużyć dużą część swych płynnych rezerw na finansowanie funduszy sekurytyzacyjnych, a część CDO musiały przesunąć do swoich bilansów. Musiały więc przeznaczyć część swych kapitałów na pokrycie związanego z tym ryzyka. Zmniejszyła się tym samym ta część kapitałów banków, którą mogły przeznaczyć na pokrycie ryzyka związanego z udzielaniem kredytów przedsiębiorstwom. W tej sytuacji banki zastrzyżyły warunki udzielania kredytów przedsiębiorstwom, co z czasem może wpłynąć na wzrost gospodarczy (IMF 2007, s. 5).

Główne obawy dotyczyły jednak, rzecz jasna, wpływu kryzysu na rynku CDO na wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych, a w konsekwencji w gospodarce globalnej. Trwający od 2006 r. spadek cen na amerykańskim rynku nieruchomości od dawna rodził obawy, że – poprzez efekt majątkowy – wpłynie to niekorzystnie na popyt w gospodarce amerykańskiej. Amerykanie, czując się mniej zamożni, zaczną bowiem mniej wydawać. Kryzys na rynku *subprime* i rynku CDO wzmocnił tendencję do spadku cen na amerykańskim rynku nieruchomości. Pogorszył zatem oczekiwania dotyczące przyszłego rozwoju sytuacji w gospodarce amerykańskiej.

3. Prawdopodobne kierunki zmiany w nadzorze finansowym

Za wszystkimi kryzysami finansowymi stoi mechanizm opisany przez Hymana Minsky'ego (1986). Opisała przez niego dynamika zdarzeń dotyczyła banków, ale ma charakter uniwersalny. Rzecz w tym, że w okresach względnego spokoju na rynkach finansowych instytucje finansowe i inwestorzy mają skłonność do podejmowania nadmiernego ryzyka. Gdy przychodzi załamanie, staje się widoczne, jakie zmiany legislacyjne w nadzorze finansowym są potrzebne, by uniknąć kryzysu, jaki się wydarzył. „Cykl” kryzysów i następujących po nich zmian legislacyjnych w nadzorze finansowym ma długą historię. Powszechnie znane jest wprowadzenie systemu gwarantowania depozytów, które sprawiło, że przypadki paniki bankowej, tak częste w przeszłości, są współcześnie bardzo rzadkie. Innym przykładem są zmiany w nadzorze bankowym w całej Azji Południowo-Wschodniej, które nastąpiły po gwałtownych kryzysach bankowych lat 90.

Jakie zmiany w nadzorze finansowym nastąpią po doświadczeniach kryzysu na rynku *subprime* i rynku CDO?

Kryzys na rynku *subprime* wykazał konieczność objęcia nadzorem bankowym instytucji udzielających kredytów hipotecznych. Okazało się bowiem, że nie mając nad sobą dostatecznego nadzoru i jednocześnie mogąc się pozbyć ryzyka związanego z udzielaniem ryzykow-

nych kredytów, działały one w sposób nieodpowiedzialny. Sprzedawały bankom wierzytelności, które „zainfekowały” rynek CDO. Podważyło to zaufanie od papierów, których emisja osiągnęła ponad 2 bln dolarów.

Z kolei kryzys zaufania do CDO unaoczniał konieczność zmian sposobu działania agencji ratingowych i obowiązków sprawozdawczych banków.

Agencje ratingowe wykazały zbyt małą staranność w ocenie wiarygodności CDO. Nie wzięły również pod uwagę, iż ryzyko związane z CDO wynikało także z tego, że ich rynek był – ze swej natury – nie płynny, a tym samym bardzo podatny na zmiany nastrojów inwestorów. Załamanie zaufania do wiarygodności ocen agencji ratingowych uwypukliło występujący wewnątrz nich konflikt interesów w sytuacji, w której duża część ich dochodów pochodziła z opłat za rating CDO⁵.

Kwestią, w przypadku której niełatwo wskazać rozwiązanie, jest niemożność dokonania przez inwestorów w pełni obiektywnej oceny ryzyka wynikającego z zakupu skomplikowanych instrumentów strukturyzowanych, m.in. takich jak CDO. Można oczywiście wymagać od agencji ratingowych, by sprostaly temu wyzwaniu, ale nie będzie to dla nich łatwe zadanie. Christine Lagarde, minister finansów Francji, zaproponowała, by papiery strukturyzowane były w określonych klasach ryzyka standaryzowane (Lagarde 2007, s. 11). Jest to bardzo dobra propozycja, ponieważ daje szansę na pobudzenie arbitrażu i zwiększenie płynności przynajmniej niektórych segmentów rynku CDO. Jednocześnie znacznie utrudniałoby to emisję papierów o strukturze uniemożliwiającej inwestorom obiektywną ocenę podejmowanego przez nich ryzyka.

Można zakładać, że nastąpią zmiany regulacyjne, które zmniejszą ryzyko powtórzenia się kryzysów podobnych do załamania się rynku CDO. Trudno jednak oczekiwać, że zmiany te zapobiegą tego rodzaju kryzysom. Źródłem wątpliwości w tym względzie jest to, że częściowo chodzi o zmiany regulacyjne, które były postulowane wcześniej, ale nie zostały wprowadzone. Przykładem jest włączenie do wymogów sprawozdawczych nadzoru bankowego informacji o operacjach banków mających charakter pozabilansowy, przeprowadzanych na międzybankowym rynku instrumentów pochodnych. Do instrumentów tych można zaliczyć CDO, ponieważ ich rynkowa wartość zależy od zmian wartości sekurytyzowanych wierzytelności. Jest to istotny problem, gdyż jedną z przyczyn niedawnego kryzysu płynności w systemie bankowym był brak informacji o tym, jakie straty poniosły lub mogą jeszcze ponieść poszczególne banki w następstwie ich operacji pozabilansowych, takich jak transakcje przeprowadzane z funduszami sekurytyzacyjnymi tworzonymi przez banki. Tymczasem

problem włączenia informacji o aktywności banków na pozagieldowym rynku instrumentów pochodnych był przedmiotem dyskusji od wielu już lat i nie został dotąd rozwiązany.

4. Wnioski

Kryzys na rynku CDO unaoczniał ryzyko związane z masową emisją papierów wartościowych, które – ze swej natury – nie są płynne. Powszechną uwagę przyciąga duża skala strat poniesionych przez banki inwestycyjne. Straty te wynikły stąd, że na mało płynnych rynkach ceny znacznie bardziej zależą od zaufania inwestorów niż na rynkach płynnych. Informacje o rosnącej niespłacalności kredytów na rynku *subprime* wywołały załamanie się zaufania do CDO, co spowodowało bardzo duży spadek ich wartości, a w konsekwencji duże straty banków (The Economist 2007b).

W świetle dużych strat poniesionych przez banki widoczne jest, jak korzystne zmiany dokonały się w ciągu ostatnich dwóch dekad w nadzorach bankowych w różnych krajach. Chodzi tu zwłaszcza o wprowadzenie wymogu dostosowywania przez banki posiadanych przez nie kapitałów do wielkości potencjalnych strat. W trakcie kryzysu CDO okazało się, że banki mają kapitał na pokrycie strat. Banki centralne musiały ratować je przed kryzysem płynności, ale – poza nielicznymi wyjątkami – nie występowało ryzyko niewypłacalności. Kilka banków inwestycyjnych poniosło bardzo duże straty (The Economist 2007a), ale symptomatyczne jest to, że były w stanie pokryć je ze swoich kapitałów (Congdon 2007, s. 11). Istnieją wprawdzie obawy, że pogorszenie się sytuacji na rynku *subprime* może spowodować powiększanie się wielkości strat banków. Na razie jednak trudno byłoby założyć, że straty te będą większe niż poniesione przez banki inwestycyjne w 1994 r. na skutek załamania się cen na globalnym rynku obligacji w 1994 r. (Hintz 2005, s. 35).

Wpływ kryzysu na rynkach *subprime* oraz CDO na sytuację w gospodarce światowej będzie zależał w dużej mierze od tego, na ile wywołane nim pogorszenie się sytuacji na rynkach hipotecznych wpłynie na spadek tempa wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i innych krajach.

Patrząc z perspektywy bardziej długoterminowej, można chyba przyjąć założenie, że kryzys CDO był przejściowym zaburzeniem w trwającym od wielu lat rozwoju rynku papierów wartościowych będących rezultatem sekurytyzacji wierzytelności z kredytów hipotecznych. Rozwój tych rynków jest zjawiskiem ze wszech miar pozytywnym, ponieważ umożliwił napływ na rynek hipoteczny ogromnych oszczędności, gromadzących się m.in. w funduszach emerytalnych. Pozwoliło to na znaczne zwiększenie podaży kredytów na rynkach hipotecznych oraz obniżenie się występujących na nich stóp procentowych (Green, Wachter 2007, s. 5–6).

⁵ Podobny konflikt interesów dotyczył wcześniej analityków banków inwestycyjnych, których dochody w dużej mierze zależały od opłat pobieranych przez banki inwestycyjne za wprowadzanie spółek na giełdę. Zob. Crockett et al. (2003, s. 16–20).

Bibliografia

- Carmichael T. (2007), *Canada's commercial paper stress poses risk to growth*, "Economic Research Note", 31 August, J.P.Morgan, New York.
- Congdon T. (2007), *Pursuit of profits has led to a risky lack of liquidity*, "Financial Times", 11 September.
- Crockett A., Harris T., Mishkin F.S., White E.N. (2003), *Conflicts of Interest in Financial Services Industry: What Should We Do About Them?*, CEPR, International Center for Monetary and Banking Studies, London.
- Ferguson R., Hartman P., Panetta F., Portes R. (2007), *International Financial Stability*, CEPR, International Center for Monetary and Banking Studies, London.
- Feroli M. (2007), *ABCP and unrelated bank stress hit the US macro outlook*, "Economic Research Note", 7 September, J.P. Morgan, New York.
- Friedman M. (1953), *The Case for Flexible Exchange Rates*, w: *Essays In Positive Economics*, Chicago University Press.
- Goodhart Ch. (2007), *Capital not liquidity is the problem*, "Financial Times", 14 September.
- Green R.K., Wachter S.M. (2007), *The Housing Finance Revolution*, referat z konferencji "Housing, Housing Finance and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City, 31 sierpnia, Jackson Hole.
- Hintz B. (2005), *Large Investments Bank Margin and ROE Trends*, "Research Report", No. 2, 11 March, Securities Industry Association, New York.
- IMF (2007), *Global Financial Stability Report*, September, Washington, D.C.
- King S. (2007), *To protect the innocent you may need to bail out the guilty*, "Independent", 3 September.
- King S., Cookson R. (2007), *Panic stations and journey beyond*, "Global Research", 20 August, HSBC, London.
- Lagarde Ch. (2007), *Securitisation must lose the excess of youth*, "Financial Times", 9 October.
- Lucas D. J., Goodman L., Fabozzi F. J. (2006), *Collateralized Debt Obligations*, Wiley & Sons, 2006.
- Minsky H.P. (1986), *Stabilising an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven and London.
- Morgenson G. (2007), *Inside the Countrywide Lending Spree*, "New York Times", 26 August.
- Ruffer J. (2007), *The debt crisis is far from over*, "Spectator", 14 listopada,
<http://www.spectator.co.uk/the-magazine/business/354306/the-debt-crisis-is-far-from-over.shtml>
- Sławinski A. (2006), *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa.
- The Economist (2007a), *Loss leaders*, 3 November.
- The Economist (2007b), *Cracks in the edifice*, 10 November.
- Wong G. (2007), *Vultures eyeing mortgage corpse*, "CNNMoney.com", 30 października,
http://money.cnn.com/2007/10/29/markets/distressed_debt/